

Wim Lewi

Onafhankelijk analist Valuescan.be



Umicore: laadpaal gezocht

ELKE ANALYSE/WAARDERING BESTAAT UIT 5 VERSCHILLENDE ONDERDELEN: een beschrijving van de activiteiten, de groei per segment, de winstmarge per segment, de kapitaalsnoden van het bedrijf en de waardering op basis van de verwachte kasstromen in de toekomst.

1. Beschrijving

UMICORE BEANTWOORDT AAN DE toemende behoefte aan groene technologie in de samenleving. Het bedrijf heeft een succesvolle transformatie van metaalproducent naar 'bovengronds' mijnbouwbedrijf voltooid. Het bedrijf recycleert edelmetalen en andere zeldzame materialen uit industrieel en ander elektronisch afval. De smeltinstallatie in Hoboken is de exponent hiervan. Umicore is, samen met Johnson Matthey, ook marktleider in de productie van katalysatoren die de uitstoot van voertuigen inperken. Umicore investeert de laatste jaren aanzienlijk in batterijgrondstoffen zoals kobaltlegeringen voor gebruik in elektrische auto's.

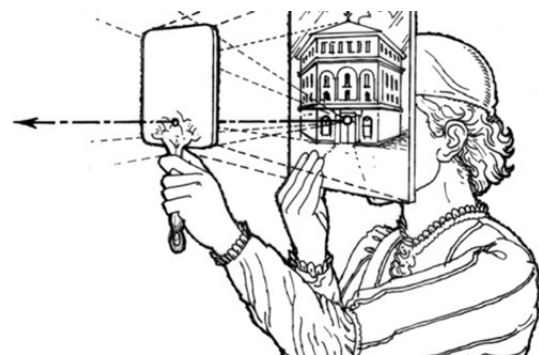
Op termijn komt daar ook de recyclage van deze materialen bij naargelang de elektrische auto's aan een vervangingscyclus beginnen. Een steeds dalend gedeelte van de productie is nog bestemd voor industriële toepassingen en de bouwsector. Umicore wordt hierdoor minder cyclisch en meer afhankelijk van de

adoptiecurve van de groene technologie en de kostprijs van de transformatie. GBL is met 18,6% de grootste aandeelhouder.

Activiteiten

DIVISIE 1: Recycling behandelt complexe afvalstromen die kostbare en andere non-ferrometalen bevatten.

Umicore is 's werelds grootste in recyclage van edelmetalen. Het verwerkt residu van de zinksmeltindustrie, slakken uit de metaalsector, verbruikte splijtstofcellen, gebruikte katalysatoren van auto's en elektronisch schroot. Batterijrecycling is een tweede business unit, gericht op het recyclen van oplaadbare batterijen van laptops, mobiele telefoons en hybride elektrische voertuigen. Umicore is een belangrijke recycler van resten uit de sieradenindustrie en levert edelmetalen in staafvorm voor



financiële beleggers zoals goud-ETF's, centrale banken, enz.

DIVISIE 2: Catalysis bestaat uit twee segmenten: Automotive Catalysts en Precious Metals Chemistry. De Automotive Catalysts eenheid produceert katalysatoren voor lichte en zware voertuigen waaronder benzine- en dieselmotoren en alternatieve

| | | | |
|------------|-----------|--------------------------|--------------|
| Koers | 27,3 euro | Marktwaaarde | 7.047 m euro |
| Koersdoel | 32 euro | Ondernemingswaarde (EV)* | 7.958 m euro |
| Potentieel | 17% | | |

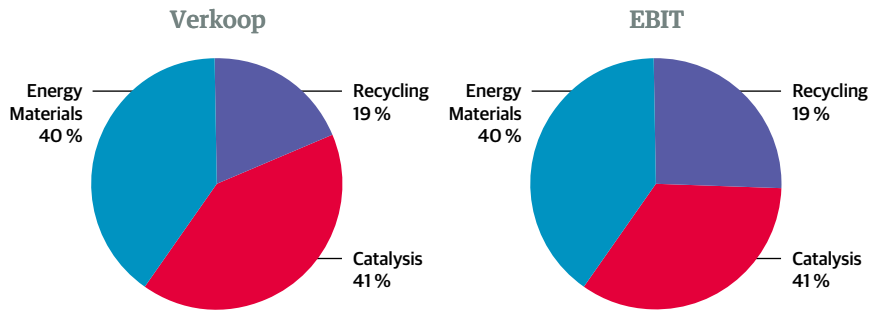
* Ondernemingswaarde (EV) = Marktwaaarde + Schulden - Minorities

| Overzicht | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Omzet | 2.751 | 2.490 | 2.394 | 2.335 | 2.635 | 2.673 | 2.916 | 3.271 | 3.307 | 3.442 |
| Groei | 24,7% | -9,5% | -3,8% | -2,5% | 12,8% | 1,4% | 9,1% | 12,2% | 1,1% | 4,1% |
| EBITDA* | 537 | 483 | 421 | 345 | 388 | 417 | 473 | 700 | 666 | 700 |
| EBITDA % | 19,5% | 19,4% | 17,6% | 14,8% | 14,7% | 15,6% | 16,2% | 21,4% | 20,1% | 20,3% |
| Winst/Aandeel | 1,43 | 1,05 | 0,80 | 0,79 | 0,78 | 0,60 | 0,97 | 1,33 | 1,21 | 1,34 |
| Koers/Winst | 11,4 | 18,3 | 23,0 | 21,5 | 24,9 | 37,9 | 43,5 | 21,4 | 23,7 | 21,4 |
| EV/EBITDA** | 7,4 | 9,3 | 10,3 | 11,5 | 11,7 | 12,7 | 21,2 | 10,2 | 10,3 | 9,3 |
| Dividend | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,60 | 0,65 | 0,70 | 0,75 | 0,76 | 0,78 |
| Dividend % | 3,1% | 2,6% | 2,7% | 2,9% | 3,1% | 2,9% | 1,7% | 2,6% | 2,7% | 2,7% |

Ondernemingswaarde (EV) = Marktwaaarde + Schulden

* EBITDA = winst voor Intrest, Belasting en Afschrijving

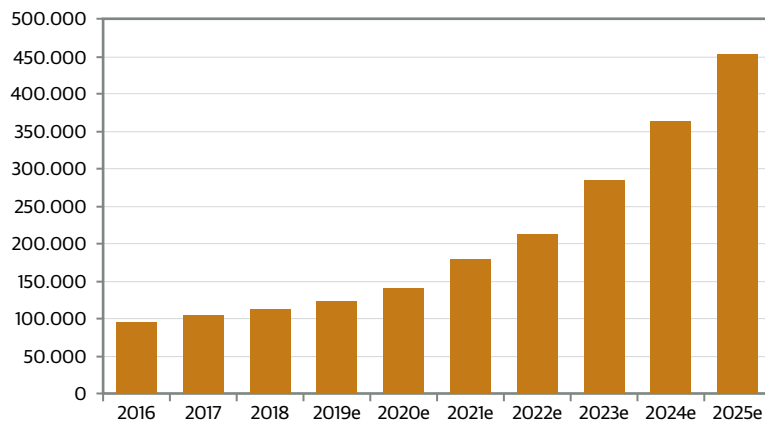
** EV/EBITDA = Ondernemingswaarde/EBITDA



brandstoffen. Deze worden ook belangrijk in de motoren van hybride elektrische voertuigen. Umicore ontwikkelt katalytisch actieve nabehandelingen die veront-

reinigende gassen transformeren voordat ze in het milieu terecht komen. Het proces bestaat uit een combinatie van oxiden met edelmetalen zoals platina, palladium en

Totale vraag naar kobaltlegeringen in kiloton



Vraag op basis van adoptie elektrische voertuigen en gebruik van kobaltverbindingen

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| A Autoverkoop in milj. stuks | 77 | 79 | 82 | 79 | 78 | 79 | 81 | 82 | 84 | 86 |
| % groei | 6,4% | 2,3% | 3,1% | -3,0% | -1,0% | 1,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| % elektrische auto's | 1,0% | 1,6% | 2,6% | 3,0% | 4,0% | 8,0% | 11,0% | 18,0% | 26,0% | 35,0% |
| Aantal elektr. auto's milj. | 0,8 | 1,3 | 2,1 | 2,4 | 3,1 | 6,3 | 8,9 | 14,8 | 21,8 | 29,9 |
| B Gemiddelde batterij in kWh | 35 | 38 | 40 | 50 | 55 | 65 | 70 | 80 | 85 | 85 |
| Kobalt in gram/kWh | 200 | 196 | 186 | 175 | 169 | 161 | 151 | 143 | 134 | 134 |
| Kobalt nodig, in milj. ton | 6 | 10 | 16 | 21 | 29 | 66 | 94 | 169 | 248 | 341 |
| % Hybride auto's | 2,4% | 2,6% | 2,8% | 4,0% | 6,0% | 5,0% | 6,0% | 5,0% | 4,0% | 2,0% |
| C Aantal hybrides in milj. | 1,9 | 2,1 | 2,3 | 3,2 | 4,7 | 4,0 | 4,8 | 4,1 | 3,4 | 1,7 |
| Gemiddelde batterij in kWh | 10 | 12 | 12 | 15 | 18 | 20 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| Kobalt nodig, in milj. ton | 4 | 5 | 5 | 8 | 14 | 13 | 16 | 13 | 10 | 5 |
| Total Kobalt nodig, in milj. ton | 9 | 14 | 21 | 29 | 43 | 79 | 110 | 182 | 258 | 346 |
| D Kobalt in andere batterijen | 41 | 41 | 41 | 42 | 43 | 45 | 45 | 45 | 46 | 47 |
| Kobalt andere toepassingen | 47 | 49 | 51 | 52 | 54 | 55 | 57 | 58 | 59 | 60 |
| Totaal kobalt nodig, milj. ton | 97 | 104 | 112 | 124 | 141 | 179 | 212 | 285 | 363 | 453 |

In deze tabel maakt Wim Lewi een schatting tot 2025 van

- A Het aantal auto's dat volgende jaren wereldwijd zal verkocht worden.
- B Het aandeel elektrische auto's, de gemiddelde sterkte van de batterij en het gewicht in gram kobaltlegering dat bedrijven zoals Umicore dan kunnen leveren plus het totaal in ton.
- C Het aandeel hybride auto's hierin en dezelfde gegevens als bij B.
- D Het totaal aantal benodigde kobaltlegeringen in ton voor elektrische auto's, hybride auto's, het totaal voor beiden + de totale verwachte vraag inclusief andere toepassingen.

rhodium. Precious Metals Chemistry zet metalen om in anorganische chemicaliën zoals actieve farmaceutische ingrediënten en fijne chemicaliën.

DIVISIE 3: Energy and Surface Technologies produceert een reeks speciale metaalproducten zoals oxiden en kobalt, lithium en nikkel voor gebruik bij de productie en opslag van energie, waaronder oplaadbare batterijen en fotovoltaïsche zonnecellen. Umicore profiteert van de populariteit van NMC (Nickel Manganese Cobalt) voor Electric Vehicles (EV) zoals auto's, steps, scooters en fietsen. Deze hebben een hoge piekbelasting en verschillen van batterijen voor thuisopslag. De stabiliteit en veiligheid zijn hierbij belangrijke factoren. Deze metalen worden ook gebruikt voor andere toepassingen zoals glas en keramiek en dunne filmproducten.

2. Groeiverwachtingen

UMICORE KREEG EEN ZWARE klap na de winstwaarschuwing van 23 april. De beleggers en de analisten hadden onrealistisch hoge verwachtingen voor de Energy divisie. Het was al van eind vorig jaar duidelijk dat de verkoop van elektrische voertuigen in China in een zware achteruitversnelling was geraakt met dalingen van meer dan 30%. Het bedrijf bracht zelf 3 factoren aan voor het niet halen van de verwachte cijfers: de verkoopdaling van elektrische auto's in China door het wegvallen van subsidies, het uitstel van een nieuw productieplatform in China en de daling voor energieopslagsystemen in Korea. Umicore schat nu dat de marktvraag van 175 miljoen ton kobaltlegeringen voor batterijen niet eind 2021 zal behaald worden, maar 12 tot 18 maanden later.

In de halfjaarrsultaten van 31 juli werd duidelijk dat de Catalysis en Recyclage afdeling een deel van de omzetzdaling van de batterijbusiness kon compenseren. Het is duidelijk dat het Umicore aan-

Omzetgroei Conclusie per segment (in miljoen euro)

| UMICORE | Y2012 | Y2013 | Y2014 | Y2015 | Y2016 | Y2017 | Y2018 | Y2019 | Y2020 |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Recycling | 863 | 757 | 678 | 663 | 641 | 650 | 626 | 651 | 671 |
| Catalysis | 880 | 867 | 917 | 1.094 | 1.164 | 1.254 | 1.360 | 1.420 | 1.448 |
| Energy Materials | 424 | 460 | 488 | 587 | 610 | 894 | 1.289 | 1.240 | 1.327 |
| Elimin./Discont. | 323 | 310 | 252 | 291 | 258 | 118 | -4 | -4 | -4 |
| Totals | 2.490 | 2.394 | 2.335 | 2.635 | 2.673 | 2.916 | 3.271 | 3.307 | 3.442 |
| Growth % | | | | | | | | | |
| Recycling | | -12 % | -10 % | -2,2 % | -3,3 % | 1,4 % | -3,7 % | 4,0 % | 3,0 % |
| Catalysis | | -1,5 % | 5,8 % | 19,3 % | 6,4 % | 7,7 % | 8,5 % | 1,0 % | 2,0 % |
| Energy Materials | | 8,5 % | 6,1 % | 20,3 % | 3,9 % | 46,6 % | 44,2 % | -3,8 % | 7,0 % |
| Elimin./Discont. | | -4,0 % | -19 % | 15,5 % | -11 % | -54 % | -103 % | 0,0 % | 0,0 % |
| Totals | | -3,8 % | -2,5 % | 12,8 % | 1,4 % | 9,1 % | 12,2 % | 1,1 % | 4,1 % |

deel beweegt met de groeiverwachtingen van de energie afdeling (divisie 3, Energy and Surface). Ik heb een model gebouwd om de vraag naar kobaltverbindingen (= wat Umicore produceert) te kunnen simuleren (zie tabel en grafiek). Het vult een aantal veronderstellingen in die de vraag bepalen. Er is nog steeds heel wat onzekerheid over de gebruikte technologie en hoeveelheid kobalt dat daarvoor nodig is. Tesla gebruikt bijvoorbeeld minder kobalt. De scherpe daling van de kobalt prijs is in zekere zin een positieve factor omdat het de druk om alternatieven te gebruiken vermindert. Kobalt kwam in een regelrechte goudkoorts terecht en steeg met 500% op enkele kwartalen om daarna helemaal terug te vallen in amper drie maanden.

De verwachte hoeveelheid kobaltlegering in g/Kwh (gram per Kilowattuur) is de grootste onbekende variabele. Door verbeteringen in het productieproces verwacht ik een geleidelijke daling. De opkomst van elektrische voertuigen in de middenklasse maakt dat tegen 2025 35% van de verkochte auto's elektrisch kunnen zijn. Dit hangt ook af van de mate waarin de maatschappij bereid is te subsidiëren. Voorlopig blijft ook dat troebel.

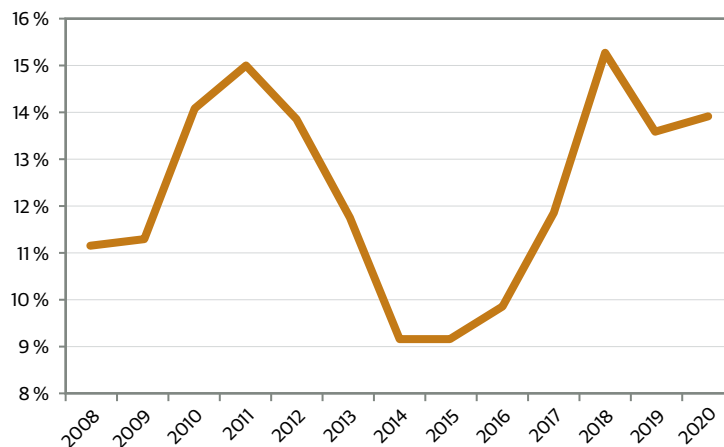
De afdeling Energy stelt dit jaar teleur, maar Umicore als groep kan toch nog een lichte groei optekenen doordat recyclage en catalysis overeind blijven.

3. Winstgevendheid per segment

ONDANKS DE TEGENVALLENDE OMZET, heeft Umicore weinig winstgevendheid verloren. Umicore realiseert een vaste verwerkingspremie en is dus minder af-

hankelijk van de prijs van het metaal dan bijvoorbeeld mijnbedrijven. De crash van de kobalt prijs heeft zelfs een voordeel doordat de zoektocht naar substituten minder dringend wordt. Er zit ook nog schaalvoordeel potentieel in de technologie van elektrische batterijen. Als de elektrische auto tegen 2025 een penetratie van 35% bereikt in de verkoop, zal de recycling van batterijen ook geleidelijk aantrekken. Gezien de ontwikkeling in alle drie de businessgroepen, verwacht het bedrijf een operationele winst voor 2019 van 475 tot 525 miljoen euro. Dat lijkt nog te ambitieus. De bijdrage van Energy & Surface Technologies zal naar verwachting minder zijn dan vorig jaar.

Operationele winstmarge in %



Winstgevendheid conclusie per segment

| EBIT | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Recycling | 280 | 221 | 149 | 142 | 125 | 121 | 126 | 130 | 134 |
| Catalysis | 91 | 73 | 63 | 124 | 152 | 161 | 162 | 176 | 174 |
| Energy Materials | 34 | 40 | 54 | 70 | 74 | 110 | 251 | 188 | 212 |
| Elimin./Discont. | -8 | 7 | 4 | -1 | -7 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| Corporate | -51 | -60 | -56 | -92 | -79 | -42 | -39 | -43 | -40 |
| Totals | 346 | 281 | 214 | 243 | 265 | 345 | 500 | 451 | 480 |
| Margin % | | | | | | | | | |
| Recycling | 32,4 % | 29,2 % | 22,0 % | 21,4 % | 19,5 % | 18,6 % | 20,1 % | 19,9 % | 20,0 % |
| Catalysis | 10,3 % | 8,4 % | 6,9 % | 11,3 % | 13,1 % | 12,8 % | 11,9 % | 12,4 % | 12,0 % |
| Energy Materials | 8,0 % | 8,7 % | 11,1 % | 11,9 % | 12,1 % | 12,3 % | 19,5 % | 15,2 % | 16,0 % |
| Elimin./Discont. | -2,6 % | 2,3 % | 1,7 % | -0,5 % | -2,7 % | -4,5 % | | | |
| Totals | 13,9 % | 11,7 % | 9,2 % | 9,2 % | 9,9 % | 11,8 % | 15,3 % | 13,6 % | 14,0 % |

DCF-waardering

| DCF-tabel | | | Stap 1 | | | Stap 2 | | | | | Stap 3 | | | | | | | | |
|---------------------------------|-------------------|---|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|------|---------------|------|--------|-------------------|-----------------------|--|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | | | | | | | | |
| Omzetgroei | 9,1% | 12,2% | 1,1% | 4,1% | 8,0% | 10,0% | 12,0% | 10,0% | 8,0% | 6,0% | 6,0% | | | | | | | | |
| Omzet | 2916 | 3271 | 3307 | 3442 | 3717 | 4089 | 4579 | 5037 | 5440 | 5767 | 6113 | | | | | | | | |
| Operationele Marge | 11,8% | 15,3% | 13,6% | 14,0% | 14,5% | 15,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 16,0% | 15,6% | | | | | | | | |
| Operationele Winst | 345 | 500 | 451 | 480 | 539 | 613 | 733 | 806 | 870 | 923 | 954 | | | | | | | | |
| Belastingen | -75 | -103 | -97 | -108 | -121 | -138 | -164 | -181 | -195 | -207 | -214 | | | | | | | | |
| Werkkapitaal verandering | | -519 | 110 | 165 | -118 | -159 | -210 | -196 | -173 | -140 | -148 | | | | | | | | |
| Afschrijvingen | 169 | 201 | 215 | 220 | 238 | 261 | 293 | 322 | 348 | 369 | 391 | | | | | | | | |
| Investeringsen | -497 | -820 | -210 | -176 | -190 | -209 | -234 | -257 | -278 | -295 | -312 | | | | | | | | |
| Vrije Kasstroom | | -740 | 468 | 582 | 348 | 369 | 417 | 494 | 572 | 650 | 670 | | | | | | | | |
| Discount Factor | | 1,00 | 0,97 | 0,90 | 0,83 | 0,77 | 0,71 | 0,66 | 0,61 | 0,57 | 0,52 | | | | | | | | |
| Actuele waarde kasstroom | | -740 | (455 | + 524 | + 290 | + 285 | + 298 | + 326 | + 350 | + 368 |) 352 | | | | | | | | |
| Horizon waarde (HW) | 2.896 | Som (Stap 1 + Stap 2) | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Terminale waarde (TW) | 5.861 | Stap 3/(KK-RG) | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| - Nettoschuld | 861 | Fase 3 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Equity waarde (EW) | 7.896 | <table border="1"> <tr> <td>KapitaalsKost(KK)</td> <td>8,0%</td> </tr> <tr> <td>LT Groei (Rg)</td> <td>2,0%</td> </tr> <tr> <td>Waarde</td> <td>32,00 per aandeel</td> </tr> <tr> <td>(EW + FM)/NOSH</td> <td></td> </tr> </table> | | | | | | | | | | KapitaalsKost(KK) | 8,0% | LT Groei (Rg) | 2,0% | Waarde | 32,00 per aandeel | (EW + FM)/NOSH | |
| KapitaalsKost(KK) | 8,0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| LT Groei (Rg) | 2,0% | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Waarde | 32,00 per aandeel | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| (EW + FM)/NOSH | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Aantal aandelen (NOSH) | 246 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| HV/TW Ratio | 37% | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Fin. Assets/Minority (FM) | 324 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

5. Waardering op basis van toekomstige kasstromen

DE WAARDE VAN EEN bedrijf is afhankelijk van de kasstromen dat het kan genereren tot in de verre toekomst. Een DCF (Discounted Cash Flow) verdisconteert de verwachte kasstromen in 3 stappen: Stap 1 = de kasstromen uit het business plan tot 2021.

Stap 2 = de kasstromen op basis van groei en winstmarge verwachtingen tot 2025. Stap 3 = de bedrijfswaarde na 2026.

De DCF gebruikt een kapitaalkost van 8% (het vereiste rendement voor de aandeelhouders) als vergoeding voor de bedrijfs- en financiële risico's.

Conclusie

MET ONZE RELATIEF VOORZICHTIGE verwachtingen, komen we op een koersdoel dat 17% potentieel biedt. Het aandeel verloor sinds zijn hoogtepunt van vorig jaar al 50%. De verwachtingen zijn nu realistischer en het bedrijf deed veel moeite om de lat lager te leggen. De grootste onzekerheid voor het bedrijf is het technologisch risico van het kobalt gebruik voor batterijen bestemd voor elektrische auto's. Er zijn verschillende technieken met betere resultaten, maar die blijven voorlopig te duur in productiekost. Van zodra de markt voor elektrische auto's echt aantrekt en de technologie in een definitieve plooi valt, zal het uiteindelijk potentieel voor Umicore duidelijk worden.

De winstgevendheid kan terugvallen tot rond een operationele winstmarge van 14% (EBIT) voor de komende twee jaar. Het lange termijn potentieel wordt geschat op 15-16%. Dit is veel lager dan de schatting van de analisten die het aandeel vorig jaar naar 53 euro hebben gestuwd. Het blijft een competitieve markt en het risico op overcapaciteit in een negatieve rentewereld kan niet overschat worden. Umicore investeert ook via joint ventures in China. Ook dat vormt een risico.

4. Kapitaalsneden

UMICORE STARTTE EEN ZWARE investeringscyclus vanaf eind 2017 om het

marktleiderschap in kobalt producten voor elektrische batterijen op de te eisen. De nettoschuld steeg hierdoor tot 861 miljoen euro eind 2018. Dit is ongeveer 1,3x de verwachte bedrijfskasstroom van 2019. Dat valt binnen alle redelijke veiligheidsniveaus en laat ruimte op de balans om de verdere investeringsprogramma's zoals in Polen af te werken. Er werd ook aanzienlijk geïnvesteerd om de efficiëntie en veiligheid van de Hoboken-installatie te verhogen. Umicore realiseerde een kapitaalverhoging begin 2018 van 890 miljoen euro aan 39,8 euro per aandeel. Dat geld werd in 2018 vooral besteed aan nieuwe capaciteit in China. De investeringsinspanningen van de nieuwe technologieën zullen de komende jaren afnemen. Het dividend is redelijk hoog voor een bedrijf met een zware investeringscyclus.

Umicore de voorbije 10 jaar in euro

